

**FAKTOR-FAKTOR YANG MEMPENGARUHI KEBIJAKAN DIVIDEN PADA
SEKTOR INDUSTRI BARANG KONSUMSI**

Pujiati

*Alumni Prodi Akuntansi Universitas Negeri Yogyakarta
pujiatids@gmail.com*

Abstrak: Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Kebijakan Dividen pada Sektor Industri Barang Konsumsi. Penelitian ini bertujuan untuk mengetahui pengaruh variabel kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, dan kesempatan investasi terhadap kebijakan dividen dengan menggunakan likuiditas sebagai variabel pemoderasi pada perusahaan sektor industri barang konsumsi yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2008-2013. Penelitian ini termasuk dalam penelitian asosiatif (hubungan), yaitu penelitian yang bertujuan untuk mengetahui hubungan dua variabel atau lebih. Populasi penelitian ini adalah perusahaan sektor industri barang konsumsi yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2008-2013. Teknik pengambilan sampel menggunakan *purposive sampling*. Terdapat 7 perusahaan yang memenuhi kriteria sebagai sampel penelitian sehingga data penelitian berjumlah 42. Hasil penelitian ini adalah kepemilikan manajerial berpengaruh positif tetapi tidak signifikan terhadap kebijakan dividen, kepemilikan institusional berpengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan dividen, kesempatan investasi berpengaruh negatif dan signifikan terhadap kebijakan dividen, likuiditas mampu memoderasi kepemilikan manajerial terhadap kebijakan dividen, likuiditas mampu memoderasi kepemilikan institusional terhadap kebijakan dividen, likuiditas tidak mampu memoderasi kesempatan investasi terhadap kebijakan dividen, dan kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, dan kesempatan investasi berpengaruh bersama-sama terhadap kebijakan dividen.

Kata kunci: kebijakan dividen, kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, kesempatan investasi

Abstract: Factors Influencing Corporate Dividend Policy of Consumer Goods Industry. The research examines the effect of managerial ownership, institutional ownership, and investment opportunity on dividend policy with liquidity as moderating variable. This study used a sample of consumer goods industry that distribute dividend in the period 2008-2013 are listed on the Indonesia Stock Exchange. Purposive sampling is used as sampling technique. Fourty two firms were used as research data. This research concludes that managerial ownership have positive but not significant influence toward dividend policy and liquidity moderate this influence, institutional ownership have positive and significant influence toward dividend policy and liquidity moderate this influence, investment opportunity have negative and significant influence toward dividend policy and liquidity can't moderate this influence, managerial ownership, institutional ownership, and investment opportunity have significant influence toward dividend policy.

Keywords: dividend policy, managerial ownership, institutional ownership, investment opportunity

PENDAHULUAN

Wewenang dalam menetapkan saham kepada dewan direksi perusahaan. Kebijakan dividen merupakan salah satu Keputusan kebijakan dividen merupakan

wewenang yang didelegasikan pemegang

keputusan tentang jumlah laba saat ini yang akan dibayarkan sebagai dividen daripada laba yang akan ditahan untuk kemudian diinvestasikan kembali dalam perusahaan (Brigham, E.F. dan Houston, J.F, 2011: 27). Perusahaan dalam menetapkan kebijakan dividen harus memperhatikan faktor-faktor yang berpengaruh terhadap kebijakan dividen. Keputusan kebijakan dividen merupakan salah satu cara untuk meningkatkan kesejahteraan para pemegang saham terutama pemegang saham yang berorientasi pada jangka panjang bukan pemegang saham yang berorientasi pada *capital gain*. Oleh sebab itu, perusahaan akan berusaha meningkatkan pembayaran dividen dari tahun ke tahun (Ratih Fitria Sari, 2010: 20).

Masalah kebijakan dividen berkaitan dengan masalah keagenan. Salah satu pihak yang menentukan kebijakan dividen adalah manajer. Perusahaan sebaiknya menetapkan kebijakan dividen yang rendah agar memiliki sumber dana internal yang relatif lebih murah jika dibandingkan dengan pendanaan melalui utang atau emisi saham baru. Kenyataannya, manajer juga terlibat dalam kepemilikan saham sehingga terkadang menginginkan *return* dalam bentuk dividen. Perilaku manajer yang menyukai dividen rendah akan berakibat pada laba ditahan yang dimiliki perusahaan menjadi relatif tinggi. Jika manajer menyukai dividen yang besar maka akan

berdampak pada sumber dana internal yang dimiliki perusahaan akan relatif rendah. Pada situasi tersebut, jika perusahaan ingin melakukan ekspansi maka akan didanai dari sumber dana eksternal yang relatif mahal, misalnya menggunakan utang. Peningkatan penggunaan utang akan meningkatkan rasio utang yang mengakibatkan risiko kebangkrutan dan *financial distress*. Keputusan tersebut justru akan menimbulkan konflik baru antara manajer, pemegang saham, dan kreditur sehingga perusahaan harus secara bijak dalam menentukan kebijakan dividen karena masing-masing alternatif keputusan akan memiliki risiko (Easterbrook dalam Kartika Nuringsih, 2005: 105).

Perilaku manajer dapat diawasi oleh pemegang saham dengan mengeluarkan kos pengawasan yang disebut *agency cost*. Kepemilikan manajerial dipandang dapat mengurangi *agency cost* apabila porsinya dalam struktur kepemilikan di perusahaan ditingkatkan. Pemberian kesempatan manajer untuk terlibat dalam kepemilikan saham bertujuan untuk menyelaraskan kepentingan manajer dengan pemegang saham. Keterlibatan manajer tersebut mendorong manajer untuk bertindak secara hati-hati karena mereka akan turut menanggung konsekuensi atas keputusan yang diambilnya. Selain itu, manajer akan termotivasi untuk meningkatkan kinerjanya dalam mengelola perusahaan (Sisca

Christianty Dewi, 2008: 48). Manajer yang memiliki saham dalam perusahaan yang dipimpin akan mempunyai peran ganda yaitu sebagai manajer sekaligus investor. Posisi manajer sebagai investor lebih menyukai pendapatan dividen yang besar (*bird in the hand theory*).

Kepemilikan institusional dianggap dapat memonitor kinerja manajemen. Kepemilikan institusional yang tinggi akan menghasilkan upaya-upaya pengawasan yang lebih intensif sehingga dapat membatasi perilaku *opportunistic* manajer, yaitu manajer melaporkan laba secara oportunistik untuk memaksimalkan kepentingan pribadinya Jensen dan Meckling (1976: 372-373). Selain itu, pengawasan yang efektif dari investor institusional akan memaksa manajer untuk mendistribusikan arus kas sebagai dividen. Dividen dapat digunakan sebagai kompensasi investor institusional atas kegiatan pengawasan mereka terhadap manajerial perusahaan (Shleifer, Andrei dan Vishny Robert W, 1986: 478).

Setiap investor pasti mengharapkan pertumbuhan perusahaan agar dapat memperoleh pengembalian seperti yang diinginkan atas partisipasinya dalam bentuk penyertaan saham. Di sisi lain, pihak manajemen akan membatasi arus kas keluar berupa dividen kas yang berjumlah terlalu besar dengan alasan mempertahankan kelangsungan hidup perusahaan, menambah

investasi, maupun melunasi utang (Michell Suharli dan Megawati Oktorina, 2005: 288-289). Terlebih jika kondisi perusahaan dalam keadaan yang baik, maka pihak manajemen akan cenderung lebih memilih investasi baru daripada membayar dividen bagi pemegang saham dalam jumlah yang tinggi (Michell Suharli, 2007: 12). Oleh karena itu, semakin besar investasi yang dikeluarkan pada periode tertentu maka semakin kecil dividen yang akan dibayarkan.

Likuiditas perusahaan merupakan pertimbangan utama manajer dalam menentukan besaran kebijakan dividen. Bagi perusahaan, dividen merupakan kas keluar sehingga semakin besar posisi kas dan likuiditas perusahaan secara keseluruhan akan semakin besar kemampuan perusahaan untuk membayar dividen. Syarat perjanjian utang sebagai pelindung dalam kesepakatan obligasi atau perjanjian pinjaman sering kali meliputi batasan untuk pembayaran dividen. Batasan tersebut ditentukan oleh pihak pemberi pinjaman untuk menjaga kemampuan perusahaan membayar utang. Ketika larangan tersebut diberlakukan maka akan mempengaruhi kebijakan dividen perusahaan (Van Horne, James C dan Wachowicz, John M, 2007: 282-283)

METODE PENELITIAN

Jenis Penelitian

Berdasar jenis data dan analisis yang digunakan, penelitian ini termasuk dalam penelitian kuantitatif karena mengacu pada perhitungan data berupa angka.

Waktu dan Tempat Penelitian

Penelitian ini dilakukan pada perusahaan sektor industri barang konsumsi yang terdaftar di BEI periode 2008-2013. Pengambilan data dilakukan di Bursa Efek Indonesia melalui situs *website* www.idx.co.id. Waktu penelitian ini dilaksanakan bulan Desember - Maret 2015.

Target/Subjek Penelitian

Populasi dalam penelitian ini adalah perusahaan sektor industri barang konsumsi yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2008-2013. Metode pengambilan sampel melalui *purposive sampling*. Berdasarkan kriteria yang telah ditetapkan dengan menggunakan metode *purposive sampling*, maka terdapat tujuh perusahaan sektor industri barang konsumsi yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia selama tahun 2008 sampai dengan tahun 2013 yang dijadikan sampel.

Data, Instrumen, dan Teknik Pengumpulan

a) Data

Metode pengumpulan data yang digunakan dalam penelitian ini adalah metode dokumentasi yakni dengan mengumpulkan dokumen secara online dengan mengambil data melalui *website* resmi Bursa Efek Indonesia.

b) Teknik Analisis Data

1) Uji Statistik Deskriptif

Statistik deskriptif digunakan peneliti untuk memberikan informasi mengenai karakteristik-karakteristik variabel penelitian utama serta demografi jika ada (Indrianto dan Supomo, 2009: 170). Pengukuran yang digunakan adalah nilai minimum, nilai maksimum, rata-rata (*mean*), dan standar deviasi.

2) Uji Asumsi Klasik

Pengujian asumsi klasik dalam penelitian ini meliputi uji normalitas, uji multikolinearitas, uji autokorelasi, uji heteroskedastisitas, dan uji linearitas.

3) Uji Hipotesis

Dalam penelitian ini, pengujian hipotesis dengan menggunakan analisis regresi linear

sederhana, analisis regresi nilai selisih mutlak, dan analisis regresi linear berganda.

HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN

Variabel yang diukur dalam penelitian ini diproses dengan Kebijakan Dividen (DPR), Kepemilikan Manajerial (MNJR), Kepemilikan Institusional (INST), Kesempatan Investasi (*capital expenditur to book value of asset/CAPBVA*), dan Likuiditas (CR).

Analisis Statistik Deskriptif

Hasil statistik deskriptif dari variabel tersebut dapat diamati pada tabel 1 sebagai berikut:

Tabel 1. Hasil Stastistik Deskriptif

		Min	Max		Std.
		imu	imu		Deviati
	N	m	m	Mean	on
DP	42	0,10	0,92	0,48814	0,22596
R		791	56		
MN	42	0,00	0,17	0,00308	0,00428
JR		001	44		
INS	42	0,24	0,96	0,74187	0,17022
T		132	09		
CA	42	-	0,44	0,03509	0,06993
PB		0,02	89		
VA		65			
CR	42	0,88	11,7	3,73469	1,56970
		077	43		

Uji Asumsi Klasik

Berikut adalah persamaan regresi dalam penelitian ini:

$$1: Y = \alpha + \beta_1 \text{ MNJR} + \varepsilon$$

$$2: Y = \alpha + \beta_2 \text{ INST} + \varepsilon$$

$$3: Y = \alpha + \beta_3 \text{ CAPBVA} + \varepsilon$$

$$4: Y = \alpha + \beta_1 \text{ ZMNJR} + \beta_4 \text{ ZCR} + \beta_5 \text{ AbsMNJR} - \text{CR} + \varepsilon$$

$$5: Y = \alpha + \beta_2 \text{ ZINST} + \beta_4 \text{ ZCR} + \beta_6 \text{ AbsINST} - \text{CR} + \varepsilon$$

$$6: Y = \alpha + \beta_3 \text{ ZCAPBVA} + \beta_4 \text{ ZCR} + \beta_7 \text{ AbsCAPBVA} - \text{CR} + \varepsilon$$

$$7: Y = \alpha + \beta_1 \text{ MNJR} + \beta_2 \text{ INST} + \beta_3 \text{ CAPBVA} + \varepsilon$$

Hasil Uji Normalitas

Berdasarkan hasil uji normalitas menggunakan uji *Kolmogorov-Smirnov* pada tabel 2 menunjukkan hubungan yang normal. Besarnya nilai *Kolmogorov-Smirnov* (K-S) untuk *Unstandardized Residual* adalah 0,701, 0,732, 1,095, dan 0,794 dengan probabilitas signifikansi 0,710, 0,658, 0,182, dan 0,554 berada di atas $\alpha = 0,05$. Hal ini berarti (H_0) diterima dan (H_a) ditolak. Hasil uji normalitas atas seluruh model regresi di atas diamati pada tabel 2 sebagai berikut:

Tabel 2. Ringkasan Hasil Uji Normalitas

<i>Unstandardized Residual</i>				
Persamaan	1,2,3,7	4	5	6
Regresi				
<i>Kolmogorov-Smirnov</i>	0,701	0,732	1,095	0,794
<i>Asymp. Sig. (2-tailed)</i>	0,710	0,658	0,182	0,554

ZCR			
6	Zscore (CAPBVA)	0,183	5,457
	Zscore (CR)	0,330	3,033
	AbsCAPB VA_CR	0,163	6,144

Hasil Uji Multikolinearitas

Hasil uji multikolinearitas atas seluruh model regresi di atas diamati pada tabel 3 sebagai berikut:

Tabel 3. Ringkasan Hasil Uji Multikolinearitas

Persamaan Regresi	Model	<i>Tolerance</i>	VIF
1, 2, 3, 7	MNJR	0,958	1,044
	INST	0,951	1,052
	CAPBVA	0,976	1,025
4	Zscore (MNJR)	0,586	1,707
	Zscore (CR)	0,498	2,006
	AbsMNJR_CR	0,350	2,855
5	Zscore (INST)	0,865	1,156
	Zscore (CR)	0,859	1,164
	AbsINST_CR	0,751	1,331

Hasil uji multikolinearitas pada tabel 3 menunjukkan bahwa nilai *Tolerance* yang dimiliki oleh seluruh variabel independen tersebut di atas 0,1 yang berarti tidak ada korelasi antarvariabel independen yang nilainya lebih dari 95%. Hasil perhitungan nilai *Variance Inflation Factor* (VIF) juga menunjukkan hal yang sama bahwa nilai VIF yang dimiliki oleh seluruh variabel independen adalah di bawah 10. Dengan demikian dapat disimpulkan bahwa model regresi penelitian ini tidak terjadi multikolinearitas dan model regresi layak untuk digunakan.

Hasil Uji Autokorelasi

Hasil uji autokorelasi atas seluruh model regresi di atas diamati pada tabel 4 sebagai berikut:

Tabel 4. Ringkasan Hasil Uji Autokorelasi

<i>Unstandardized Residual</i>				
Persamaan Regresi	1,2,3,7	4	5	6
<i>Test</i>	-	-	-	-
<i>Value</i>	0,034	0,022	0,043	0,032
	1	7	4	1
<i>Assymp . Sig</i>	0,274	0,27	0,63	0,27
(2-tailed)		4	9	4

Hasil uji autokorelasi pada tabel 4 menunjukkan bahwa nilai *Test* adalah -0,0341, -0,0227, -0,0434, dan -0,0321 dengan probabilitas 0,274, 0,274, 0,639, dan 0,274 lebih besar dari tingkat signifikansi yang ditetapkan sebelumnya (5%). Dengan demikian hipotesis H_0 diterima sehingga dapat disimpulkan bahwa residual random atau tidak terjadi autokorelasi antarnilai residual.

Hasil Uji Heteroskedastisitas

Hasil uji heteroskedastisitas melalui uji Glejser pada tabel 5 menunjukkan hasil bahwa tidak ada satu pun variabel independen yang signifikan secara statistik mempengaruhi variabel dependen nilai *absolute* Ut (AbsUt). Hasil probabilitas seluruh variabel tersebut berada di atas tingkat kepercayaan 5%. Dengan demikian dapat disimpulkan bahwa model regresi

penelitian ini tidak mengandung adanya heteroskedastisitas. Hasil uji heteroskedastisitas atas seluruh model regresi di atas diamati pada tabel 5 sebagai berikut:

Tabel 5. Ringkasan Hasil Uji Heteroskedastisitas

Persamaan Regresi	Model	<i>Tolerance</i>	VIF
1, 2, 3, 7	MNJR	0,576	0,568
	INST	-1,145	0,259
	CAPBVA	-1,782	0,083
	Zscore (MNJR)	0,986	0,330
4	Zscore (CR)	1,276	0,210
	AbsMNJR_CR	-1,758	0,087
	Zscore (INST)	-1,003	0,322
	Zscore (CR)	1,376	0,177
5	AbsINST_Z CR	-0,060	0,952
	Zscore (CAPBVA)	0,697	0,490
	Zscore (CR)	1,971	0,056
	AbsCAPBV A_CR	-1,433	0,160

Hasil Uji Linearitas

Hasil uji linearitas atas seluruh model regresi di atas diamati pada tabel 6 sebagai berikut:

Tabel 6. Ringkasan Hasil Uji Linearitas

Model	R^2	c^2 hitung	c^2 tabel
MNJR2, INST2, CAPBVA2	0,005	0,021	58,11
ZMNJR2, ZCR2, AbsMNJR_CR2	0,060	2,52	58,11
ZINST2, ZCR2, AbsINST_CR2	0,117	4,914	58,11
ZCAPBVA2, ZCR2, AbsCAPBVA_CR2	0,164	6,888	58,11

Hasil uji linearitas melalui uji Lagrange Multiplier pada tabel 6 menunjukkan bahwa nilai c^2 hitung dari seluruh model lebih kecil dari c^2 tabel maka dapat disimpulkan bahwa model yang benar adalah model linear.

Uji Hipotesis

Analisis statistik yang digunakan dalam penelitian ini adalah analisis regresi. Uji regresi baik uji t, uji nilai selisih mutlak, maupun uji F sangat dipengaruhi oleh nilai residual yang mengikuti distribusi normal sehingga apabila asumsi ini menyimpang

dari distribusi normal akan menyebabkan uji statistik menjadi tidak valid.

Hasil Uji Hipotesis Pertama

Tabel 7. Ringkasan Hasil Uji Hipotesis Pertama

Varia- bel	Kons- tanda	Koefi- sien Re- gresi	r^2	t hitung	Sig.
MNJR	0,465	1,481	0,065	1,666	0,104

Berdasarkan tabel 7 di atas, persamaan regresi sebagai berikut:

$$DPR = 0,465 + 1,481 \text{ MNJR}$$

Berdasarkan tabel 7 dapat dilihat bahwa nilai t_{hitung} sebesar 1,666 jika dibandingkan dengan t_{tabel} pada tingkat signifikansi 0,05 yakni sebesar 1,6820 maka t_{hitung} lebih rendah daripada t_{tabel} ($1,666 < 1,6820$). Nilai probabilitas signifikansi sebesar 0,104 menunjukkan nilai yang lebih besar dari nilai pada tingkat signifikansi yang telah ditentukan sebelumnya yakni 0,05 ($0,104 > 0,05$). Berdasarkan hasil uji hipotesis tersebut maka dapat disimpulkan bahwa variabel Kepemilikan Manajerial (MNJR) memiliki pengaruh positif tetapi tidak signifikan terhadap Kebijakan Dividen (DPR).

Hasil penelitian ini sesuai dengan hasil penelitian Imanda Firmantyas Putri dan Mohammad Nasir (2006) serta Kartika

Nuringsih (2005). Hasil penelitian tersebut memberi kesimpulan bahwa tingkat Kepemilikan Manajerial yang tinggi akan menyebabkan aset yang dimiliki tidak terdiversifikasi secara optimal sehingga manajerial menginginkan *return* atas *opportunity cost* yang besar yaitu dengan pembagian dividen yang semakin besar. Selain itu, struktur kepemilikan perusahaan di Indonesia relatif terkonsentrasi atau dikuasai oleh keluarga sehingga cenderung membagikan dividen yang lebih besar. Sebaliknya, perusahaan yang memiliki Kepemilikan Manajerial rendah menunjukkan diversifikasi yang optimal sehingga cenderung lebih menyukai *retained earning* dan kemudian akan membayar dividen dalam jumlah yang rendah.

Hasil Uji Hipotesis Kedua

Tabel 8. Ringkasan Hasil Uji Hipotesis Kedua

Varia- bel	Kons- tanta	Koe- fisien Re- gresi	r^2	t_{hitung}	Sig.
INST	0,190	0,400	0,094	2,035	0,048

Berdasarkan tabel 8 di atas, persamaan regresi sebagai berikut:

$$DPR = 0,190 + 0,400 \text{ INST}$$

Berdasarkan tabel 8 dapat dilihat bahwa nilai t_{hitung} sebesar 2,035 jika dibandingkan dengan t_{tabel} pada tingkat signifikansi 0,05 yakni sebesar 1,682 maka t_{hitung} lebih tinggi daripada t_{tabel} ($2,035 > 1,682$). Nilai probabilitas signifikansi sebesar 0,048 menunjukkan nilai yang lebih kecil dari nilai pada tingkat signifikansi yang telah ditentukan sebelumnya yakni 0,05 ($0,048 \leq 0,05$). Berdasarkan hasil uji hipotesis tersebut maka dapat disimpulkan bahwa variabel Kepemilikan Institusional (INST) memiliki pengaruh positif dan signifikan terhadap Kebijakan Dividen (DPR).

Hasil penelitian ini sesuai dengan hasil penelitian Thanatawee, Yordying (2012). Hasil penelitian tersebut mengambil kesimpulan bahwa Kepemilikan Institusional berpengaruh positif dan signifikan terhadap Kebijakan Dividen. Semakin besar kepemilikan saham institusional maka Kebijakan Dividen yang ditetapkan akan semakin besar. Keberadaan pemilik institusional diharapkan mampu melaksanakan fungsi *monitoring* yang efektif terhadap manajemen perusahaan. Fungsi *monitoring* tersebut bertujuan agar manajemen bertindak dengan tujuan mementingkan kemakmuran para pemegang saham, bukan mengutamakan kepentingannya dan bertindak oportunistik. Kepemilikan Institusional yang besar mampu mendorong manajerial perusahaan untuk bertindak selaras dengan kepentingan

pemegang saham yakni dengan pembagian dividen yang besar pula. Selain itu, pembayaran dividen dapat dikatakan efektif sebagai insentif dari upaya *monitoring* yang telah dilaksanakan pemilik insitusional terhadap manajemen perusahaan.

Hasil Uji Hipotesis Ketiga

Tabel 9. Ringkasan Hasil Uji Hipotesis Ketiga

Varia	Kons-	Koe-	r ²	t _{hitung}	Sig.
bel	tanta	fisien			
		Re-			
		gresi			
CAPB	0,524	-1,003	0,096	-2,058	0,046
VA					

Berdasarkan tabel 9 di atas, persamaan regresi sebagai berikut:

$$\text{DPR} = 0,524 - 1,003 \text{ CAPBVA}$$

Berdasarkan tabel 9 dapat dilihat bahwa nilai t_{hitung} sebesar -2,058 jika dibandingkan dengan t_{tabel} pada tingkat signifikansi 0,05 yakni sebesar -1,682 maka t_{hitung} lebih rendah daripada t_{tabel} ($-2,058 \leq -1,6820$). Nilai probabilitas signifikansi sebesar 0,046 menunjukkan nilai yang lebih kecil dari nilai pada tingkat signifikansi yang telah ditentukan sebelumnya yakni 0,05 ($0,046 \leq 0,05$). Berdasarkan hasil uji hipotesis tersebut maka dapat disimpulkan bahwa variabel Kesempatan Investasi (CAPBVA)

memiliki pengaruh negatif dan signifikan terhadap Kebijakan Dividen (DPR).

Hasil penelitian ini selaras dengan hasil penelitian Marpaung, Elyzabet Indrawati dan Bram Hadiano (2009) serta Titik Suwarti (2010). Hasil penelitian tersebut memberi kesimpulan bahwa Kesempatan Investasi tidak semata-mata hanya ditunjukkan dengan adanya proyek-proyek yang didukung oleh riset dan pengembangan saja, tetapi juga dengan kemampuan perusahaan yang lebih dalam mengeksplorasi kesempatan mengambil keuntungan dibandingkan dengan perusahaan lain yang setara dalam satu kelompok industri. Perusahaan yang memiliki Kesempatan Investasi yang tinggi akan membutuhkan dana yang besar pula. Kebutuhan dana tersebut dapat diperoleh dari sumber dana internal dan eksternal. Pemenuhan kebutuhan dana investasi yang dibiayai dari sumber internal perusahaan akan berdampak pada penurunan pembayaran dividen dalam kaitannya dengan Kebijakan Dividen.

Hasil Uji Hipotesis Keempat

Tabel 10. Ringkasan Hasil Uji Hipotesis Keempat

Varia- bel	Kons- tanda	Koe- fisien Re- gresi	R ²	t _{hitung}	Sig.
ZMNJR	0,612	0,121	0,289	3,114	0,003
ZCR		0,168		3,985	0,000
AbsMNJR_CR		-0,143		-2,877	0,007

Berdasarkan tabel 10 di atas, persamaan regresi sebagai berikut:

$$\text{DPR} = 0,612 + 0,121 \text{ MNJR} + 0,168 \text{ CR} - 0,143 [\text{MNJR-CR}]$$

Berdasarkan tabel 10 dapat dilihat bahwa nilai t_{hitung} variabel interaksi antara Kepemilikan Manajerial dan Likuiditas (AbsMNJR_CR) sebesar -2,877 jika dibandingkan dengan t_{tabel} pada tingkat signifikansi 0,05 (uji 2 sisi) yakni sebesar -2,0181 maka t_{hitung} lebih rendah daripada t_{tabel} ($-2,877 \leq 2,0181$). Nilai probabilitas signifikansi variabel interaksi antara Kepemilikan Manajerial dan Likuiditas (AbsMNJR_CR) sebesar 0,007 menunjukkan nilai yang lebih kecil dari nilai pada tingkat signifikansi yang telah ditentukan sebelumnya yakni 0,05 ($0,007 \leq 0,05$). Berdasarkan hasil uji hipotesis maka dapat disimpulkan bahwa variabel Likuiditas mampu memoderasi pengaruh

Kepemilikan Manajerial terhadap Kebijakan Dividen.

Kepemilikan Manajerial lebih memprioritaskan laba pada laba ditahan dibandingkan untuk membayar dividen. Hal tersebut karena alasan keefektifan penggunaan dana internal dibandingkan dana eksternal. Terlebih jika memiliki Likuiditas yang baik, pihak manajemen perusahaan akan menggunakan potensi Likuiditas yang ada untuk melunasi utang atau mendanai operasi perusahaan. Oleh karena itu, manajemen tidak perlu khawatir akan adanya peningkatan *financial distress* dan kebangkrutan akibat penggunaan utang tinggi karena baik operasi maupun investasi dapat dibiayai dengan potensi Likuiditas yang ada. Dengan demikian, Likuiditas mampu memoderasi pengaruh Kepemilikan Manajerial terhadap Kebijakan Dividen.

Hasil Uji Hipotesis Kelima

Tabel 11. Ringkasan Hasil Uji Hipotesis Kelima

Varia- bel	Kons- tanda	Koe- fisien Re- gresi	R ²	t _{hitung}	Sig.
ZINST	0,670	0,059	0,332	1,839	0,074
ZCR		0,122		3,785	0,001
AbsINST_CR		-0,158		-3,133	0,003

Berdasarkan tabel 11 di atas, persamaan regresi sebagai berikut:

$$\text{DPR} = 0,670 + 0,059 \text{ INST} + 0,122 \text{ CR} - 0,158 |\text{INST-CR}|$$

Berdasarkan tabel 11 dapat dilihat bahwa nilai t_{hitung} variabel interaksi antara Kepemilikan Institusional dan Likuiditas (AbsINST_CR) sebesar -3,133 jika dibandingkan dengan t_{tabel} pada tingkat signifikansi 0,05 (uji 2 sisi) yakni sebesar -2,0181 maka t_{hitung} lebih kecil daripada t_{tabel} (-3,133 < -2,0181). Nilai probabilitas signifikansi variabel interaksi antara Kepemilikan Institusional dan Likuiditas (AbsINST_CR) sebesar 0,003 menunjukkan nilai yang lebih kecil dari nilai pada tingkat signifikansi yang telah ditentukan sebelumnya yakni 0,05 ($0,003 \leq 0,05$). Berdasarkan hasil uji hipotesis maka dapat disimpulkan bahwa variabel Likuiditas mampu memoderasi pengaruh Kepemilikan Institusional terhadap Kebijakan Dividen.

Adanya Kepemilikan Institusional akan memiliki dampak dalam perusahaan termasuk dalam hal Kebijakan Dividen. Tingginya Kepemilikan Institusional akan menekan manajerial untuk mensejahterakan dan mengutamakan kepentingannya yakni mendapatkan dividen dalam jumlah yang besar. Posisi Likuiditas perusahaan merupakan faktor penting yang harus dipertimbangkan sebelum mengambil keputusan untuk menetapkan besarnya dividen yang akan dibayarkan kepada

pemegang saham. Oleh karena dividen merupakan arus kas keluar maka semakin kuat posisi Likuiditas perusahaan akan semakin tinggi kemampuan perusahaan untuk membayar dividen. Oleh karena itu, Likuiditas mampu memoderasi hubungan positif antara Kepemilikan Institusional dan Kebijakan Dividen.

Hasil Uji Hipotesis Keenam

Tabel 12. Ringkasan Hasil Uji Hipotesis Keenam

Varia- bel	Kons- tanda	Koe- fisien Re- gresi	R ²	t _{hitung}	Sig.
ZCAPB	0,586	0,079	0,214	1,306	0,307
VA		0,153		2,699	0,010
ZCR		-0,103		-1,557	0,128
AbsCA PBVA_ CR					

Berdasarkan tabel 12 di atas, persamaan regresi sebagai berikut:

$$\text{DPR} = 0,586 + 0,079 \text{ CAPBVA} + 0,153 \text{ CR} - 0,103 |\text{CAPBVA-CR}|$$

Berdasarkan tabel 12 dapat dilihat bahwa nilai t_{hitung} variabel interaksi antara Kesempatan Investasi dan Likuiditas (AbsCAPBVA_CR) sebesar -1,557 jika dibandingkan dengan t_{tabel} pada tingkat signifikansi 0,05 (uji 2 sisi) yakni sebesar -2,0181 maka t_{hitung} lebih tinggi daripada t_{tabel}

(-1,557 > -2,0181). Nilai probabilitas signifikansi variabel interaksi antara Kesempatan Investasi dan Likuiditas (AbsINST_CR) sebesar 0,128 menunjukkan nilai yang lebih besar dari nilai pada tingkat signifikansi yang telah ditentukan sebelumnya yakni 0,05 ($0,128 > 0,05$). Berdasarkan hasil uji hipotesis maka dapat disimpulkan bahwa variabel Likuiditas tidak mampu memoderasi pengaruh Kesempatan Investasi terhadap Kebijakan Dividen.

Hasil penelitian ini selaras dengan penelitian Titiek Suwanti (2010) yang menjelaskan bahwa Likuiditas tidak mampu memperkuat pengaruh Kesempatan Investasi terhadap Kebijakan Dividen. Hasil penelitian ini tidak sesuai dengan penelitian Michell Suharli (2007) yang menjelaskan bahwa likuiditas mampu memperkuat pengaruh Kesempatan Investasi terhadap Kebijakan Dividen. Likuiditas diartikan sebagai kemampuan melunasi seluruh kewajiban jangka pendeknya dan mendanai operasionalnya. Perusahaan yang memiliki Likuiditas lebih baik maka akan mampu membayar dividen lebih banyak. Pada perusahaan yang menggunakan dana untuk investasi lebih banyak akan menyebabkan dana untuk pembayaran dividen berkurang. Likuiditas yang baik mampu meminimalisir keadaan tersebut karena saat itu perusahaan dapat menunda pembayaran hutang jangka pendeknya. Dengan demikian, perusahaan yang memiliki Likuiditas baik mampu

memanfaatkan Kesempatan Investasi serta mampu membayarkan dividen dalam jumlah yang tinggi.

Hasil Uji Hipotesis Ketujuh

Tabel 13. Ringkasan Hasil Uji Hipotesis Ketujuh

Varia- bel	Kons- tanda	Koe- fisien Re- gresi	R ²	F _{hitung}	Sig.
MNJR	0271	1,066	0,199	3,156	0,036
INST		0,309			
CAPB		-0,840			
VA					

Berdasarkan tabel 13 di atas, persamaan regresi sebagai berikut:

$$\text{DPR} = 0,271 + 1,066 \text{ MNJR} + 0,309 \text{ INST} - 0,840 \text{ CAPBVA}$$

Berdasarkan tabel 13 dapat diketahui bahwa nilai F hitung sebesar 3,156 dengan probabilitas 0,036 menunjukkan nilai yang lebih rendah dari nilai pada tingkat signifikansi yang telah ditentukan sebelumnya yakni 0,05 ($0,036 \leq 0,05$). Dengan nilai probabilitas yang lebih kecil dari tingkat signifikansi tersebut maka model regresi ini dapat digunakan untuk memprediksi Kebijakan Dividen (DPR).

Berdasarkan hasil uji hipotesis maka dapat disimpulkan bahwa Kepemilikan Manajerial (MNJR), Kepemilikan Institusional (INST),

dan Kesempatan Investasi (CAPBVA) secara bersama-sama berpengaruh terhadap Kebijakan Dividen (DPR).

Peningkatan Kepemilikan Manajerial akan menyetarakan kepentingannya dengan pemegang saham sehingga dapat bekerja lebih hati-hati karena keputusan yang diambil pada nantinya mereka juga akan merasakan dampaknya. Kinerja manajer akan selalu diawasi oleh investor institusional. Investor institusional akan melakukan fungsi monitoring agar manajemen perusahaan bekerja untuk tujuan memakmurkan pemegang saham dan investor institusional juga mengharapkan dividen yang tinggi sebagai *return* atas pengorbanannya menanamkan saham di perusahaan. Selain itu, dividen dianggap sebagai insentif atas fungsi monitoring yang telah dilakukannya.

SIMPULAN DAN SARAN

Simpulan

a. Kepemilikan Manajerial berpengaruh positif tetapi tidak signifikan terhadap Kebijakan Dividen pada perusahaan sektor industri barang konsumsi yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2008-2013. Hal ini ditunjukkan dengan Berdasarkan tabel 30 dapat dilihat bahwa nilai t_{hitung} sebesar 1,666 jika dibandingkan dengan t_{tabel} pada tingkat signifikansi 0,05 yakni sebesar 1,6820 maka t_{hitung} lebih rendah daripada t_{tabel}

(1,666 < 1,6820). Nilai probabilitas signifikansi sebesar 0,104 menunjukkan nilai yang lebih besar dari nilai pada tingkat signifikansi yang telah ditentukan sebelumnya yakni 0,05 ($0,104 > 0,05$). Oleh karena itu, dapat disimpulkan bahwa Kepemilikan Manajerial (MNJR) memiliki pengaruh positif dan tidak signifikan terhadap Kebijakan Dividen (DPR).

b. Kepemilikan Institusional berpengaruh positif dan signifikan terhadap Kebijakan Dividen pada perusahaan sektor industri barang konsumsi yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2008-2013. Berdasarkan tabel 31 dapat dilihat bahwa nilai t_{hitung} sebesar 2,035 jika dibandingkan dengan t_{tabel} pada tingkat signifikansi 0,05 yakni sebesar 1,682 maka t_{hitung} lebih tinggi daripada t_{tabel} ($2,035 \geq 1,6820$). Nilai probabilitas signifikansi sebesar 0,048 menunjukkan nilai yang lebih kecil dari nilai pada tingkat signifikansi yang telah ditentukan sebelumnya yakni 0,05 ($0,048 \leq 0,05$). Oleh karena itu, dapat disimpulkan bahwa Kepemilikan Institusional (INST) memiliki pengaruh positif dan signifikan terhadap Kebijakan Dividen (DPR).

c. Kesempatan Investasi berpengaruh negatif dan signifikan terhadap Kebijakan Dividen pada perusahaan sektor industri barang konsumsi yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2008-2013.

Berdasarkan tabel 32 dapat dilihat bahwa nilai t_{hitung} sebesar -2,058 jika dibandingkan dengan t_{tabel} pada tingkat signifikansi 0,05 yakni sebesar -1,682 maka t_{hitung} lebih rendah daripada t_{tabel} ($-2,058 \leq -1,682$). Nilai probabilitas signifikansi sebesar 0,046 menunjukkan nilai yang lebih kecil dari nilai pada tingkat signifikansi yang telah ditentukan sebelumnya yakni 0,05 ($0,046 \leq 0,05$).

- d. Likuiditas mampu memoderasi pengaruh Kepemilikan Manajerial terhadap Kebijakan Dividen terhadap Kebijakan Dividen pada perusahaan sektor industri barang konsumsi yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2008-2013. Berdasarkan tabel 33 dapat diketahui bahwa nilai t hitung variabel interaksi antara Kepemilikan Manajerial dan Likuiditas ($AbsMNJR_CR$) sebesar -2,877 jika dibandingkan dengan tabel pada tingkat signifikansi 0,05 (uji 2 sisi) yakni sebesar -2,0181 maka t hitung lebih rendah daripada tabel ($-2,877 \leq -2,0181$). Nilai probabilitas signifikansi variabel interaksi antara Kepemilikan Manajerial dan Likuiditas ($AbsMNJR_CR$) sebesar 0,007 menunjukkan nilai yang lebih kecil dari nilai pada tingkat signifikansi yang telah ditentukan sebelumnya yakni 0,05 ($0,007 \leq 0,05$).
- e. Likuiditas mampu memoderasi pengaruh Kepemilikan Institusional terhadap

Kebijakan Dividen terhadap Kebijakan Dividen pada perusahaan sektor industri barang konsumsi yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2008-2013. Berdasarkan tabel 34 dapat diketahui bahwa nilai t_{hitung} variabel interaksi antara Kepemilikan Institusional dan Likuiditas ($AbsINST_CR$) sebesar -3,133 jika dibandingkan dengan t_{tabel} pada tingkat signifikansi 0,05 (uji 2 sisi) yakni sebesar -2,0181 maka t_{hitung} lebih kecil daripada t_{tabel} ($-3,133 \leq -2,0181$). Nilai probabilitas signifikansi variabel interaksi antara Kepemilikan Institusional dan Likuiditas ($AbsINST_CR$) sebesar 0,003 menunjukkan nilai yang lebih kecil dari nilai pada tingkat signifikansi yang telah ditentukan sebelumnya yakni 0,05 ($0,003 \leq 0,05$).

- f. Likuiditas mampu memoderasi pengaruh Kesempatan Investasi terhadap Kebijakan Dividen terhadap Kebijakan Dividen pada perusahaan sektor industri barang konsumsi yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2008-2013. Berdasarkan tabel 35 menunjukkan bahwa nilai t_{hitung} variabel interaksi antara Kesempatan Investasi dan Likuiditas ($AbsCAPBVA_CR$) sebesar -1,557 jika dibandingkan dengan t_{tabel} pada tingkat signifikansi 0,05 (uji 2 sisi) yakni sebesar -2,0181 maka t_{hitung} lebih tinggi daripada t_{tabel} ($-1,557 > -2,0181$). Nilai probabilitas signifikansi variabel interaksi antara

Kesempatan Investasi dan Likuiditas (AbsINST_CR) sebesar 0,128 menunjukkan nilai yang lebih besar dari nilai pada tingkat signifikansi yang telah ditentukan sebelumnya yakni 0,05 ($0,128 > 0,05$).

- g. Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional, dan Kesempatan Investasi berpengaruh bersama-sama terhadap Kebijakan Dividen. Berdasarkan tabel 36 dapat diketahui bahwa nilai F hitung sebesar 3,156 dengan probabilitas 0,036 menunjukkan nilai yang lebih rendah dari nilai pada tingkat signifikansi yang telah ditentukan sebelumnya yakni 0,05 ($0,036 \leq 0,05$).

Saran

a. Bagi investor

Investor harus bijak dalam memutuskan investasi di suatu perusahaan. Beberapa hal yang dapat dipertimbangkan adalah terkait dengan persentase Kepemilikan Institusional dalam perusahaan yang dituju karena berdasarkan hasil penelitian ini, semakin besar kepemilikan institusional semakin besar pula kebijakan dividennya. Pertimbangan kedua adalah Kesempatan Investasi yang dimiliki perusahaan, berdasarkan hasil penelitian ini semakin besar kesempatan investasi maka semakin kecil kebijakan dividennya. Pertimbangan ketiga adalah Likuiditas, investor hendaknya

mempertimbangkan posisi likuiditas perusahaan karena posisi likuiditas yang baik menunjukkan bahwa perusahaan mampu mengelola keuangannya dengan baik.

b. Bagi perusahaan

- 1) Perusahaan hendaknya mampu mempertahankan dan meningkatkan kinerjanya sehingga mendapat loyalitas investor institusional serta menarik minat investor institusional lainnya. Dengan demikian, diharapkan pembayaran dividen akan tetap tinggi.
- 2) Perusahaan hendaknya mampu memilih Kesempatan Investasi yang tepat sehingga dana yang dikeluarkan dapat optimal. Dengan kebijakan tersebut, diharapkan perusahaan tetap mampu membayarkan dividen kepada pemegang saham karena pengelolaan dana yang baik.

c. Bagi peneliti selanjutnya

- 1) Peneliti selanjutnya sebaiknya melakukan penelitian serupa namun dengan sektor yang berbeda dan dengan jumlah sampel yang lebih banyak sehingga mampu memperkuat hasil penelitian-penelitian yang telah dilakukan sebelumnya.
- 2) Penelitian ini hanya menggunakan satu proksi dari Kesempatan Investasi yaitu *Capital Expenditure to Market Value of Asset* (CAPBVA). Oleh karena itu, peneliti selanjutnya

diharapkan dapat menggunakan proksi lain seperti *Market to Book Value of Equity Ratio* (MBVE), *Market to Book Value of Asset Ratio* (MBVA), *Price to Earning Ratio* (PER), *Property, Plant, and Equipment to Book Value of Asset Ratio* (PPEBVA), *Capital Expenditure to Market Value Asset* (CAPMVA), *Current Assets to Net Sales* (CAONS), atau *Variance of Total Return* (VARRET) agar dapat lebih menggambarkan variabel Kesempatan Investasi.

- 3) Penelitian ini hanya menggunakan Likuiditas sebagai variabel pemoderasi. Oleh karena itu, peneliti selanjutnya diharapkan dapat menggunakan variabel lain seperti *leverage* agar mendapatkan hasil yang lebih beragam lagi.

DAFTAR PUSTAKA

- Brigham, E.F. dan Houston, J.F. (2011). *Dasar-Dasar Manajemen Keuangan*. (Alih Bahasa: Ali Akbar Yulianto). Jakarta: Salemba Empat.
- Ratih Fitria Sari. (2010). "Analisis Pengaruh Kepemilikan Manajerial, Kebijakan Utang, Profitabilitas, Ukuran Perusahaan, dan Kesempatan Investasi terhadap Kebijakan Dividen". *Skripsi*. Universitas Sebelas Maret.
- Sisca Christianty Dewi. (2008). "Pengaruh Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional, Kebijakan Utang, Profitabilitas, dan Ukuran Perusahaan terhadap Kebijakan Dividen". *Jurnal Bisnis dan Akuntansi*, 10(1), hlm. 47-58.
- Jensen, M.C. dan Meckling, W.H. (1976). "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure". *Journal of Financial Economics*, 3(4), pp. 305-360.
- Shleifer, Andrei dan Vishny, Robert N. (1986). "The Journal of Political Economy", 94(3), pg. 461-488.
- Kartika Nuringsih. (2005). "Analisis Pengaruh Kepemilikan Manajerial, Kebijakan Utang, ROA, dan Ukuran Perusahaan terhadap Kebijakan Dividen: Studi 1995-1996". *Jurnal Akuntansi dan Keuangan Indonesia*, 2(2), hlm. 103-123.
- Michell Suharli dan Megawati Oktorina. (2005). "Memprediksi Tingkat Pengembalian Investasi pada Equity Securities Melalui Rasio Profitabilitas, Likuiditas, dan Hutang pada Perusahaan Publik di Jakarta". *Simposium Nasional Akuntansi VIII Solo*, hlm. 288-296.
- Michell Suharli. (2007). "Pengaruh Profitability dan Investment Opportunity Set terhadap Kebijakan Dividen Tunai dengan Likuiditas sebagai Variabel Penguat". *Jurnal*

Akuntansi dan Keuangan, 9(1), hlm. 9-17.

Van Horne, James C dan Wachowicz, John M. (2007). *Prinsip-Prinsip Manajemen Keuangan Edisi 12*. Jakarta: Salemba Empat.

Indriantoro, N. dan Supomo, B. (2002). *Metodologi Penelitian Bisnis*. Yogyakarta: BPFE-Yogyakarta.

Thanatawee, Yordying. (2013). "Ownership Structure and Dividend Policy: Evidence from Thailand". *International Journal of Economics and Finance*, 5(1), pg. 121-131.

Imanda Firmantyas Putri dan Mohammad Nasir. (2006). "Analisis Persamaan Simultan Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional, Risiko, Kebijakan Utang, dan Kebijakan Dividen dalam Perspektif Teori Keagenan. *Simposium Nasional Akuntansi IX Padang*.

Elyzabet Indrawati Marpaung dan Bram Hadiano. (2009). *PPengaruh Profitabilitas dan Kesempatan Investasi terhadap Kebijakan Dividen: Studi empiric pada Emiten Pembentuk Indeks LQ45 di Bursa Efek Indonesia*. Jurnal Akuntansi 1(1), hlm. 70-84.